

## 配当課税は家計の株式投資行動にどのような影響を 与えるか

林 田 実  
大 野 裕 之

### 一、はじめに

九〇年代初頭のバブル崩壊、それに続く銀行の不良債権問題を受けて、我が国の金融市場は大きく様変わりした。従来の過剰な規制は金融セクターの健全な発展を阻害し、以って経済全体に弊害を及ぼすとの反省にたち、「金融ビッグバン」の名の下に各部門で大幅な規制緩和が行われた。これにより、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、銀行を經由する間接金融から証券市場によ

る直接金融にシフトしていくことが、日本経済にとって緊急の課題となった。株式市場においては、特に、諸外国に比して遅れている個人投資家の育成が企図された。そのため、委託手数料自由化（一九九八年四月、一九九九年一〇月）を始めとして、インターネット証券会社解禁（一九九八年）、単元株制度の導入（二〇〇一年）などが次々と実施されることになったが、その最大の焦点の一つは税制改革である。一九九九年の有価証券取引税の廃止を経て、個人所得税制は二〇〇三年に「新証券税制」が導入されることにより一つ

の頂点を極めた。この改革では譲渡益課税が申告分離課税に一本化されるとともに、配当課税は配当額にかかわらず、源泉分離と総合課税の選択制に改められた。また、税率も時限的に一〇％に低減された。<sup>(1)</sup> さらに、損失の多年度繰越を認めることにより家計の資金をリスク資産へ誘導することも図られた。

ところで、このような大幅な税制の改革にあたっては、税率などの変更が、株式投資行動にどのような影響を与えるかを十分に検証することが重要である。実際米国をはじめとして海外では、そうした研究が、理論、実証両面で古くから行われて<sup>(2)</sup>いるが、わが国では、若干の例外を除いて、その蓄積は不十分である。<sup>(3)</sup> そこで今回我々はこの間隙を埋めるべく、税制が家計の株式投資行動に与える影響の実証分析を、家計の資産選択に関するアンケート・データを用いて行った。より具体

的には、社団法人証券広報センター<sup>(4)</sup>実施の『証券貯蓄に関する全国調査』（平成一二年度版）の個票データを用いて、配当課税が株式需要と保有期間に如何なる影響を与えたかを分析した。配当課税制度が二〇〇三年までは源泉・申告・申告分離の選択制と極めて複雑な制度になっていたことに起因して、家計間に限界税率の差異が存在するという点に着目し、その差異と各家計の株式投資行動の関連を探ろうとしたところに本研究の特徴がある。本稿は、十分な統計学、計量経済学の知識を有しない読者向けにその内容を要約し、またそれを平易に解説するものである。したがって、より厳密な論考もしくは詳細については元となる論文を参照<sup>(5)</sup>ありたい。尚、本研究の内容とは直接関係がないが、今後はこうした研究がますます増えていかなければならないことを、本稿を借りて読者諸氏に訴えたい。

本研究の主たる結論は、①配当税率の上昇は株式需要を押し下げる、②さらに、平成一二年度のデータに限っては、保有期間を引き延ばす、というものである。①の結論は、不確実な環境の中で配当税率の引き上げを行った場合、「貯蓄から投資へ」の「国是」は頓挫するほどの株式需要の減退が起こるかもしれない、配当への税負担を引き下げる政策こそ必要であるとの含意を導く。以下のようにして、こうした結論にたどり着いたか、順を追って解説していきたい。その概略を述べれば、以下のとおりとなる。第二節では、今回使用したデータを詳しく紹介するとともに、配当税率のデータについて解説する。第三節は、実証分析の理論的背景に触れた後、計量経済学的手法の説明と結果の報告を行う。最終の第四節は、本論文の締めくくりである。

## 二、調査とデータの詳細

本研究では、社団法人証券広報センター（現・日本証券業協会証券教育広報センター）が一九九〇年より三年に一度の頻度で行ってきた、『証券貯蓄に関する全国調査』の平成一二年度版を用いた。<sup>(6)</sup> 調査は、世帯員二人以上の普通世帯で、層化二段無作為法により抽出した一〇、〇〇〇サンプルを対象に、調査員が面接し、または質問表を留置して、六、三三一家計より有効回答を得ている。実施時期は、平成一二年五月一二日から二二日までの一一日間である。質問項目はフェースシートを除き、証券貯蓄一般に関するもの（問一～問九）、株式に関するもの（問一〇～問三二）、投資信託に関するもの（問三三～問四三）、公社債に関するもの（問四四～問六〇）、更に制度・政策

変更に関する知識を問うもの（問六一～問七二）と七二問に及んでいる。この調査は、直近は平成一八年度に行われているが、質問形式に一貫性がなく多年度に亘ってデータを分析する際には、注意が必要であることから、今回は平成一二年度のみを用いることとした。尚、平成一二年度を選んだ理由は、平成一五年一月の証券税制改革前のもっとも新しいデータを提供するからである。後続の研究では同税制改革後のデータを分析し、税制改革の効果を明示的に分析する予定である。

ここで、当該データと類似のデータの比較を試みたい。総務省統計局『貯蓄動向調査』ならびにその後進である『家計調査貯蓄・負債編』は、金融資産を詳細に分類しその残高を記録しており、その中には株式も含まれている。これはわが国の家計を調査した最も包括的なものと考えられるが、株式の取得額や保有期間についての調査項目

はない。<sup>(7)</sup> また個票の入手は困難である。日経NEEDS社の『NEEDS-RADAR金融行動調査』も、家計の資産選択行動に関する情報を提供する優れたデータである。例えば、二〇〇二年調査では、株式に関して保有残高のほか、過去の売買経験の有無、保有株式の種類、売買頻度などを尋ねている。本調査は毎年行われており、その意味で情報量も豊富である。多少、年により質問項目が異なるようであるが、株式に関するこうした質問は毎年行われているようである。<sup>(8)</sup> ただし、株式購入（ないしはその予定額）や保有期間は訊いていない。それから、予定調査対象が全国ではなく、首都圏に限られていることは注意が必要である。金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関する世論調査』も株式保有残高を尋ねている（平成一八年調査で問三(a)）。また、増やしたり新たに始めたりしてみたい投資として、株式を選択肢

に入れている（平成一八年調査で問四）。しかし、どれくらい増やしたいかという金額はやはり調査されていない。保有期間についても調査はない。これらのことから、これら三つのデータは、保有残高に関してはいずれも情報を提供するものの、取得したい額および保有期間についての調査はないことがわかる。換言すれば、これらの情報を提供する点が、今回用いるデータの大きな特徴である。

ここで、本研究で採用した配当税率について解説しておく。株式の配当に係る所得税率（配当税率）は二〇〇〇年時点において、①「一回の支払い配当の金額が五万円以下のもの」については国税は二〇%の源泉徴収、地方税は非課税、②「発行済株式総数の五%未満の株式に係る配当で一回の支払配当の金額が二五万円未満のもの」にあっては、国税は総合課税か三五%の源泉徴収、

地方税は総合課税、③「一回の支払配当の金額が二五万円以上のもの又は発行済株式総数の五%以上のもの」の場合は国税、地方税とも総合課税にそれぞれ服することになっている。従って、なんらかの方法で家計ごとの配当金額を推計できれば家計ごとの配当税率を導くことが可能である。幸いなことに『証券投資に関する全国調査』には株式保有額、保有銘柄数を問う設問がある。一銘柄あたりの株式保有額に平均配当利回りを乗ずれば家計ごとの1銘柄あたりの配当額を推計することができる。このようにして得られた配当額が10 $\parallel$ 5 $\times$ 2万円以下であれば、その家計の配当税率を二〇%とし、50 $\parallel$ 25 $\times$ 2万円を超えていれば総合課税による税率を適用すれば良い。ところで、この配当額が五万円を超え二五万円未満の家計にあっては次の二つの配当税率を考慮することができ。すなわち、当該家計が源泉分離に服したと仮

定して(a)国税を三五%とする、あるいは総合課税に従ったとして(b)国税に総合課税の税率を適用する(ただし三五%を超えない)。本稿ではこの二つの配当税率(a)、(b)を用いてモデル分析を行うこととする。

総合課税の税率の算出については、岩本他「一九九五」、山田「二〇〇七」に従った。以下、若干の解説を行いたい。まず国税庁『申告所得税の実本調査結果(税務統計から見た申告所得税の実態)』によれば、家計の「所得階層別一人あたり配当所得」および「所得階層別一人あたり配当税額控除(国税)」を簡単に求めることができる。他方総合課税にあつては、所得階層別所得税率(国税)が定められているので「所得階層別一人あたり配当所得税額(国税)」は以下の式で算出できる。

所得階層別一人あたり配当所得税額(国税)

$$= \text{所得階層別一人あたり配当所得} \times \text{所得階層別所得税率(国税)} - \text{所得階層別一人あたり配当税額控除(国税)}$$

これを「所得階層別一人あたり配当所得」で割ると総合課税における「所得階層別一人あたり配当所得税率(国税)」を得ることができるわけである(地方税については上記式の(国税)を適宜、地方税に変えればよい。<sup>10)</sup>このようにして求めた「所得階層別一人あたり配当所得税率(国税)」および「所得階層別一人あたり配当所得税率(地方税)」が図表1である。また、配当税率(a)(b)それぞれの方式で求めた家計の配当税率が「証券貯蓄に関する全国調査」データでどのように分布しているかを示したものが図表2である。

配当課税は家計の株式投資行動にどのような影響を与えるか

図表 1 平成12年度 総合課税における所得階層別一人あたり配当所得税率

所得階層	一人あたり配当所得税率 (%)		「証券貯蓄に関する全国調査」に対応 した「一人あたり配当所得税率 (%)」	
	国税	地方税	国税	地方税
70万円以下	1.111	2.511	0.160	(1) 2.245
100万円 〳	-0.377	2.094		
150万円 〳	-0.059	2.183		
200万円 〳	-0.036	2.190		
250万円 〳	-0.022	2.194	-0.023	2.194
300万円 〳	-0.023	2.194		
400万円 〳	0.009	2.203	0.009	2.203
500万円 〳	0.010	7.203	9.989	7.197
600万円 〳	9.989	7.197		
700万円 〳	9.990	7.197	9.997	7.199
800万円 〳	9.992	7.198		
1,000万円 〳	10.001	7.200		
1,200万円 〳	13.501	11.180	18.752	11.250
1,500万円 〳	24.002	11.321		
2,000万円 〳	24.499	11.460	24.499	11.460
3,000万円 〳	31.999	11.600	32.000	11.600
5,000万円 〳	32.000	11.600		
5,000万円超	32.000	11.600		

図表2 「証券貯蓄に関する全国調査」における配当税率の分布

配当税率(a)			配当税率(b)		
配当税率	度数	割合 (%)	配当税率	度数	割合 (%)
0.200000	1092	97.94	0.021710	2	0.18
0.371937	2	0.18	0.022122	1	0.09
0.372027	1	0.09	0.171863	3	0.27
0.421970	3	0.27	0.171956	3	0.27
0.421990	3	0.27	0.200000	1092	97.94
0.462505	5	0.45	0.300021	5	0.45
0.464597	6	0.54	0.359586	6	0.54
0.466000	9	0.27	0.435999	3	0.27

### 三、分析手法と結果

#### (1) 理論的背景と計量経済学的手法

本研究ではまず、配当税率が株式需要にいかに影響したかを検証した。

株式需要の理論的な決定要因はリスク資産の収益率の期待値、無リスク資産の収益率および絶対的リスク回避度等である。本研究が扱うデータはクロスセクション<sup>12)</sup>であることを考慮すると、無リスク資産の課税は二〇%の源泉分離が適用される利子課税であるから各家計共通であって株式需要の変動要因とはならない。これに対して、リスク資産への配当税率は各家計ごとに異なりうる。したがって配当税率の上昇はリスク資産の期待収益率を押し下げることにより、株式需要を低下させると考えられる。株式需要に影響を与えるいまひ

とつの要因は絶対的リスク回避度である。これは資産保有額の関数になっているから、資産保有額は説明変数として加えるべきであろう。わが国をはじめ諸外国のデータで、所得や資産保有額の高い家計ほどリスク資産の保有割合が高いこと、すなわちリスク選好度が増すことが知られている。したがって、資産保有額の上昇は絶対的リスク回避度を押し下げするため、株式需要を上昇させるものと考えられる。一方で、資産保有額は絶対的リスク回避度を決める唯一の要因とは限らない。実際、年齢や性別、教育、持ち家の有無、あるいは生来のリスク志向など資産保有額以外の要因も広く影響を与えるものと考えられる。そこでこれらを別個に説明変数に加えて推計を行う必要がある。ただし、以下の推計では、頑健性をチェックするため、資産保有額を入れた場合、入れない場合の両方を考慮する。

調査票に戻ろう。我々は問一―二の回答を株式需要と捉えた。すなわち、問一―二は「一回の投資額としては、合計で最高どの位を考えていますか。(一つだけ)」と、一回あたりの投資額を尋ねている。これを、金額に応じて七段階の選択肢で回答する。もちろん、これらの問は必ずしも実績を尋ねているものではなく、予定額を尋ねている。その意味で予定需要額である。しかし、こうした「予定」の回答はある程度実績に基づいたものであるに違いない。その意味で、株式需要そのものと考えても差し支えないであろう。<sup>13)</sup> 株式需要には、前期と今期、ないしは期首と期末の保有額の差を充てることも可能であるが、本研究で扱うデータはクロスセクションであるため、そうした処理は不可能である。また、先行研究の多くが株式保有残高を目的変数にとっているが、累進制度のもと、総合課税においては、実効税率は所得

に依じて高くなる。一方、株式保有残高は所得に比例して大きくなる傾向があり、そのため、実効税率と株式保有残高との間には正の相関が生じてしまい、税負担と株式需要との関係を正しく測ることは困難である。<sup>14)</sup>そこで本研究では、株式需要に予定投資額を充ててこの問題を回避している。これが本研究のひとつの大きな特徴である。

被説明変数は「〇円」を含む、途中打ち切りデータ (censored data) である。一方、「〇円」を選択した家計に関しても、説明変数は存在する。こうしたデータには一般に計量経済分析で行われている最小二乗法 (OLS) を用いても望ましい結果を導くことができず、結果に偏りを生ずる可能性が高いことが良く知られている。<sup>16)</sup>こうした場合、トービット (Tobit) モデルとよばれるより高度な推計手法が必要となる。ところで、先述のとおり、本研究の被説明変数たる投資金額

は、閾値が既知である七つの選択肢からなる質的データであり、しかもその最上位選択肢 (トップコード) は「一、〇〇〇万円以上」となっており、それには上限閾値がない。こうした場合には、単純なトービットモデルでも偏りのない、望ましい結果は導けないことが明らかにされている。<sup>17)</sup>こうした場合の推計方法として、最近の研究で順序型トービット (Ordered Tobit) モデルという更に複雑なモデルが提唱されており、本研究でもそれを用いた。<sup>18)</sup>詳細は我々の元論文を参照していただきたいが、こうした最新の研究成果を取り入れていることも、本研究の大きな特徴といえる。

更に本研究では、配当課税が影響を与えうる家計の株式投資行動として、保有期間についても取り上げた。すなわち、問一六は「平均すると、どの位の期間保有していることが多いですか。」と、

各家計に平均保有期間を問うている。配当課税は税引き後収益率を引き下げるが、これが保有期間を長くするか短くするかは、一意には決まらない。というのは、配当税率が上昇すれば株式は他の資産と比較して魅力が減殺されるため、機会があれば他の資産に乗り換えようというインセンティブが働くであろう。<sup>19)</sup>一方、配当税率の上昇は配当所得の目減りを意味し、それを補うためにできるだけ長期に保有していようとするインセンティブが働く可能性もある。<sup>20)</sup>結果として保有期間が長くなるか短くなるかは、これら二つの効力の相対的強弱によるものと考えられるからである。

## (2) 分析結果・株式投資需要

三の(1)節によれば株式投資需要の説明変数は課税後期待収益率と絶対的危険回避度である。課税前収益率はクロスセクションデータを用いているため、全ての家計に共通と仮定せざるを得ないこ

とは前述した。ところが、配当課税率は課税後収益率を家計ごとに異ならせるため、課税後期待収益率に関わるものとして説明変数に加えられる。

絶対的リスク回避度については、株式投資残高が存在する家計にあっては、そうでない家計に比べてリスク回避度に差があることが想定できるので、これは絶対的リスク回避度の代理変数のひとつとして適切であろう。さらに先行研究にならって、年齢も絶対的リスク回避度の代理変数として説明変数に取り入れた。<sup>21)</sup>

図表3はこの推計で用いた変数の記述統計である。Ordered Tobitモデルによる推計では全サンプルを利用するわけではないので、推計に使われたデータについての記述統計を示した。二種類の配当税率おのおのを説明変数に加えた推計結果は図表4のとおりである。全部で四通りのモデルを推計しているが、一つのモデルは表の一行に表現

図表3 記述統計（株式投資需要の推計）

変数	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
株式投資額	240	201.9167	150.6148	5	500
株式投資額（Tobit用）	1059	45.7602	110.8014	0	500
株式保有額	1059	568.6497	887.3623	25	5000
年齢	1059	55.0009	10.1528	27	65
資産保有総額	1059	1321.0100	981.4247	25	3000
配当税率(a)	1059	0.205237	0.0354848	0.2	0.466

(注) サンプル数1,059は図表4第一列の順序型トービットモデルの推計に使用されたサンプル数を表す。また、このサンプル中、株式投資額については、欠損値でない原データ数は240あった。残りの欠損値819個のデータについては0と解釈して推計を行ったため、株式投資額（順序型トービット用）の観測数は1059である。

されている。配当税率(a)を説明変数としたモデルは(1)列と(3)列に現れている。(2)、(4)列のモデルは配当税率(b)を用いている。また、資産保有額を説明変数として含むケースが(1)(2)であり、(3)、(4)は同変数を含んでいない。表中の説明変数が真に妥当な変数と考えられるか否かは各変数の推定値の下に記載されているP値で判断される。通常、P値が○・○一未満であれば該当する変数は非常に意味のある変数と理解され、○・○一〇・〇五で十分に意味のある変数、○・〇五〇・一でも意味のある変数と判断される(統計学では「有意」と表現される)。図表4(1)(2)列を見ると配当税率(a)および(b)はともに少なくとも5%水準で有意である。さらに、係数はマイナスであって、配当税率の上昇が株式投資を抑制することが強く示唆されている。資産保有額は一〇%水準でも有意ではなかったが、P値は(1)(2)ともに○・一程度で微

配当課税は家計の株式投資行動にどのような影響を与えるか

図表4 順序型トービットモデルによる推計結果（株式投資需要）

	(1)	(2)	(3)	(4)
定数項	133.2137 0.3015	133.2392 0.3984	113.2048 0.3817	116.3776 0.4738
株式保有額	0.11264*** 0.0000	0.104771*** 0.0000	0.131452*** 0.0000	0.123602*** 0.0000
年齢	-4.099584*** 0.0047	-4.102207*** 0.0046	-3.328323** 0.0185	-3.337767** 0.0181
資産保有額	0.029725 0.1158	0.029549 0.1197	-	-
配当税率(a)	-1336.228*** 0.0108	-	-1347.145** 0.0113	-
配当税率(b)	-	-1337.792** 0.0499	-	-1363.494* 0.056
尤度	-973.3132	-975.9606	-991.243	-993.8264
データ数	1,059	1,059	1,102	1,102

(注) 各欄の数値は上段が係数推定値、下段がそのP値。アスタリスク3個、2個、1個はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意を示す。無印は10%水準においても非有意。

妙な大きさではある。株式保有額は正で有意であり、いったん株式を保有した家計が株式投資をする際の垣根が低いことが強く示唆される。年齢は負に有意であり、年齢とともに株式投資を回避する傾向が見て取れる。これは、人々は加齢とともに保守化していくと解釈できる。資産保有額を含まない(3)(4)でも配当税率に係る係数はそれぞれ五%および一〇%水準で有意にマイナスである。株式保有額は正で有意であり、年齢は負に有意であることは(1)(2)の結果と同様である。これらの結果は、配当課税が株式投資に負の影響を与えている証拠と考えてよいであろう。

### (3) 分析結果…株式保有期間

株式保有期間と配当税率との関係を示す理論的なモデルは存在しない。一般に配当税率が高くなれば、所有する株式をより長く保持し配当総額を大きくすることによって配当税率の負の影響を相

図表5：記述統計（保有期間）

変数	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
保有期間	1060	73.2679	42.8732	1.5	120
保有期間（Tobit 用）	1060	73.2679	42.8732	1.5	120
株式保有額	1060	582.9009	902.2789	25	5000
年齢	1060	55.0726	10.1054	27	65
資産保有額	1060	1334.55	986.8566	25	3000
配当税率(a)	1060	0.205232	0.035468	0.2	0.466

(注) サンプル数1,060は図表6第一列の順序型トービットモデルの推計に使用されたサンプル数を表す。また、このサンプル中、保有期間については、欠損値でない原データ数は1,060であった。欠損値の個数は0であることから保有期間（順序型トービット用）と保有期間とは異動はない。

殺しよう」と行動するかもしれない（「所得効果」）。  
 他方で、配当税率の上昇による収益率の低下を、現在の株式を売却し他の有利な資産を選択することで埋め合わせようとするかもしれない（「代替効果」）。最終的に保有期間が長くなるか短くなるかは、これら二つの効果の相対的強弱で決まるため、一概に決定することは困難であろう。<sup>23)</sup>

そこで、株式投資需要分析を参考にしてモデルを推計してみた。まず、推計で利用したサンプル内での各変数の記述統計を図表5に示した。図表6が推計結果である。年齢は(1)～(4)の全てにおいて1%水準で有意に正である。このことは、加齢は株式保有期間を長くするよう作用することを示唆する。加齢にともなう保守化傾向の表れと解釈できる。株式保有額は図表4の結果と異なり、(1)～(4)のすべてで10%水準でも非有意となっている。資産保有額(1)(2)ともに10%水準でも有意

配当課税は家計の株式投資行動にどのような影響を与えるか

図表 6：順序型トービットモデルによる推計結果（保有期間）

	(1)	(2)	(3)	(4)
定数項	-1.756209 0.9201	-28.06473 0.3075	-3.491367 0.8427	-30.81084 0.2688
株式保有額	-0.003926 0.1277	-0.002573 0.3225	-0.00244 0.2628	-0.001088 0.618
年齢	0.686563*** 0.0014	0.700416*** 0.0012	0.806612*** 0.0001	0.82175 0.0001
資産保有額	0.003468 0.1765	0.003478 0.1761	-	-
配当税率(a)	238.3545*** 0.0001	-	238.5821*** 0.0001	-
配当税率(b)	-	365.7568*** 0.002	-	370.6986*** 0.0021
尤度	-2008.145	-2009.122	-2081.398	-2082.295
データ数	1060	1060	1104	1104

(注) 各欄の数値は上段が係数推定値、下段がそのP値。アスタリスク3個、2個、1個はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意を示す。無印は10%水準においても非有意。

にならなかった。注目の配当税率は(a)、(b)とも1%水準で有意に正である。すなわち配当税率が上昇すると長期に株式を保有することによって配当税率上昇のマイナス効果を相殺しようとする行動の方が優勢になると言えそうである。つまり、所得効果が代替効果を上回っている。

#### 四、おわりに

課税が株式投資行動に及ぼす影響に関する実証研究は、わが国でいまだ十分な蓄積がない。そこで本研究はその間隙を埋めるべく、社団法人証券広報センター実施の『証券貯蓄に関する全国調査』の平成一二年度版の個票データを用いて、配当課税が家計の資産選択行動に与える影響を探った。具体的には、本調査が各家計の株式保有残高のみならず、購入予定額、予定保有期間について

尋ねていることから、株式需要と保有期間に対する各家計の限界税率の影響を検証した。平成一二年当時、配当所得課税の制度は、一銘柄あたりの配当額に依りて、源泉徴収、申告納税、およびその選択と複雑になっていることから、家計ごとに異なった限界税率を推計することが可能である。

株式需要額と予定保有期間を被説明変数として、そうして算出した限界税率、および資産保有額、年齢などを説明変数としてモデルを推計した。その際、これら被説明変数が、閾値が知られた質的変数で、しかもその最上位選択肢には上限閾値が無いことに鑑み、順序型トビットモデルの手法を用いた。その結果、配当税率の上昇は株式需要を押し下げ、保有期間を引き延ばすということが示唆された。

これらの結果の政策含意について考えてみたい。日経平均は二〇〇七年六月に一八、二九七円

の高値をつけた後、米国のサブプライム問題の直撃を受け二〇〇八年九月現在、一二、〇〇〇円を割り込む水準に至っている。しかもサブプライム問題が世界経済に与える負の影響は、想像を超えた領域に入ることが危惧されている。その意味でも、本稿の第一の結論「配当税率の上昇は株式需要を押し下げる」の政策的含意は極めて明白である。このような不確実な環境の中で配当税率の引き上げを行った場合、「貯蓄から投資へ」の「国是」は頓挫するほどの株式需要の減退が起ころかもしれない。むしろ、配当への税負担を引き下げる政策こそが必要である。他方、配当税率の上昇が株式保有期間を延長させる効果については、明確な政策含意を導くことは容易ではなからう。と言うのは、平成一二年当時の歴史的な低金利の中にあつて、株式保有者が株式を手放しても乗り換えるべき魅力的な代替資産が存在しなかつたた

め、株式保有に拘泥せざるをえなかったことの反映にすぎないかもしれないからである。環境がかわれば、「代替効果」がより強く働いて、配当税率と株式保有期間の相関関係は逆転することもありうる。

最後に本稿の限界と将来の研究の課題について一言しておく。言うまでもなく本稿の分析対象となったデータは平成一二年度のクロスセクションデータである。従ってここで得られた主要な結論が過去のデータでも成立しているとは限らない。幸いなことに『証券貯蓄に関する全国調査』は平成三、六、九年度にも行われているので、本稿の主要な結論の頑健性を探求することは興味深い。また、より重要なことであるが、平成一五年の抜本的な税制改革の影響を、平成一五年度のデータを用いて分析するとともに、これと平成一二年度データの分析結果とを比較考量する必要がある

う。さらに両年のデータをプールしてモデル分析できれば平成一五年の税制改革の効果を定量的に把握することも可能かもしれない。これらはみな、後続研究の重要なテーマである。

#### 参考文献

- 岩本康志・藤島雄一・秋山典文「一九九五」、「利子・配当課税の評価と課題」『フィナンシャル・レビュー』、大蔵省財政金融研究所、五月、pp.27-50。
- 大野裕之・林田実「二〇〇六」、「株式譲渡益課税の個人投資家の投資行動に与える影響の効果分析」日本証券経済研究所。
- 滋野由紀子「一九九七」、「利子課税制度の政策的転換と家計の反応」『大阪大学経済学』第四六巻、第三号、一九九七年、一月、pp.24-45。
- 白石小百合・松浦克「二〇〇二」、「家計の危険資産選択と税制」『証券経済研究』第三六号、日本証券経済研究所、三月、pp.129-142。
- 鈴木由巨「二〇〇六」、「マル優廃止によって家計は証券投資を積極化させたのか？」『証券経済研究』第五六号、日本証券経済研究所、十一月、pp.131-146。

- 田近栄治・中川和明〔一九九一〕、「わが国家計の資産選択と資産需要の代替性」、『フィナンシャル・レビュー』、大蔵省財政金融研究所、三月、pp. 67-83。
- 林田実・大野裕之〔二〇〇八〕、「配当課税が家計の株式投資行動に与える影響」、『証券貯蓄に関する全国調査』、個票データにもとづく実証分析」、『証券経済研究』第164号、日本証券経済研究所（二〇〇八年二月発刊予定）。
- ホリオカ、チャールズ・ユウジ〔一九八七〕、「日本における家計貯蓄の決定要因とマル優廃止の影響について」都道府県庁所在地都市別データによる分析を踏まえて」、『フィナンシャル・レビュー』、大蔵省財政金融研究所、三月、pp. 27-39。
- 松浦克己・滋野由紀子〔一九九九〕、「利子所得税と勤労所得税の比較」、『会計検査研究』第210号、九月、pp. 9-21。
- 藁谷千風彦〔二〇〇七〕、『計量経済学大全』、東洋経済新報社。
- 山田直夫〔二〇〇七〕、「近年の利子・配当課税の実効税率について」、『証券レビュー』、日本証券経済研究所、第四七巻第七号、七月、pp. 70-90。
- Feldstein, M. [1976], "Personal Taxation and Portfolio Composition: An Econometric Analysis," *Econometrica*, Vol. 44(4), pp.631-650.
- Groot, W., and M. Brink [1999], "Overpayment and earnings

satisfaction," *Applied Economics Letters*, Vol.6, pp.235-238.

Hochguertel, S., R. Alessie, and A. van Soest [1997], "Saving Accounts versus Stocks and Bonds in Household Portfolio Allocation," *Scandinavian Journal of Economics*, Vol.99, No.1, pp.81-97.

Hubbard, R. G. [1985], "Personal Taxation, Pension Wealth, and Portfolio Composition," *Review of Economics and Statistics*, Vol.67, pp.53-60.

King, M., and J. Leape [1998], "Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence," *Journal of Public Economics*, Vol.69, pp.155-193.

LeRoy, S., and J. Werner [2000], *Principle of Financial Economics*, Cambridge.

Ono, H. and M. Hayashida [2007], "A Turnover Tax, Transaction Costs, and Stock Trading Volume: The Case of Japan," *The University of Kitakyushu Working Paper* 2003-6, 2007.

(注)

(1) 譲渡益税の軽減税率は、当初は平成一九年末（二〇〇七年十二月三十一日）で廃止されることとなったが、その後平成二〇年末（二〇〇八年十二月三十一日）まで延長された。配当税率のされは、当初は平成一九年度末（二〇〇八年三

配当課税は家計の株式投資行動にどのような影響を与えるか

- 月三十一日)で廃止、後それが平成二〇年度末(二〇〇九年三月三十一日)まで延長された。更に、平成二〇年度税制改革では軽減税率廃止に当たっては、円滑に新制度へ移行する観点から、特例措置として、平成二一年及び平成二二年の二年間、五〇〇万円以下の譲渡益及び一〇〇万円以下の配当について七%(住民税とあわせて一〇%)の税率を適用すること、更に個人投資家の株式投資リスクを軽減するため、平成二一年より、上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入することが盛り込まれた。
- (2) Feldstein [1976], Hubbard [1985], Hochguertel et al. [1997], King and Leape [1998]などを参照のこと。
- (3) ホリオカ [一九八七]、松浦・滋野 [一九九九]、滋野 [一九九七]、白石・松浦 [二〇〇二]、鈴木 [二〇〇六]などが数少ない例外にあたる。
- (4) 平成一七年四月に日本証券業協会に統合され、現在は日本証券業協会証券教育広報センターとなっている。
- (5) 林田・大野 [二〇〇八]を参照のこと。
- (6) ただし、この間名称が何度か変更になっている。
- (7) 「家計調査収入・支出編」では、各家計の支出項目として預貯金のほか、有価証券取得というのがあがるが、株式、債券などと有価証券の内訳はわからない。
- (8) 質問表は公表されていない。
- (9) 配当は通常、年2回行われるため。
- (10) ただし「所得階層別一人あたり配当税額控除(地方税)」については、同(国税)×(二・八/一〇)で求める。なぜなら法定控除率が国税では一〇%、住民税では二・八%であるからである。
- (11) この階層で、次の階層よりも税率が高く算出されたのは、退職者等所得が少なく資産が多い家計の影響であると考えられる。
- (12) 時点を定めて、その時点での個人、会社等各個体についてのデータを集めたものをクロスセクションデータとよぶ。反対に、個人、会社等ある個体を定めて、時間を追ってその個体のデータを集めたものが、時系列(タイムシリーズ)データである。
- (13) もっとも、本来「需要」とは何かを考えた場合、実績値よりもこうした予定額のほうが適切かもしれない。実績値すなわち実際に買われた額は、売買条件が折り合う売り手が見つかったことを前提としているため、供給側の要因が含まれたデータということが出来る。つまり、予定額を扱うことは需要関数の推計に関する識別問題をクリアするという利点もある。
- (14) 実際、本研究でもそうした定式化を試みたが、実効税率の係数は極めて有意に正であり、解釈が困難となった。
- (15) ここでいう「偏り」とは、結果の信頼性が劣るという望ましくない状態を一般的に言うものがある。統計学における

統計量の不偏性のみを言うのではなく、一致性も含む。

(16) 例えば藁谷「二〇〇七」参照。

(17) この点をご指摘くださった、松浦克己・広島大学大学院教授に謝意を表す。

(18) たとえば Groot and Brink [1999] を参照。

(19) 経済学ではこれを代替効果とよぶ。

(20) これを代替効果に対して、所得効果とよぶ。

(21) 先行研究ではそのほかに、年収、持ち家の有無なども加えることが多く、本研究でもこれらも加えて推計したが、両者とも非有意な係数推定値を得ている。

(22) これには、問六の保有している貯蓄の合計額（証券貯蓄は時価）を用いている。

(23) そのほかに、株式の売却に係る費用、乗り換え資産の購入にかかる費用、株式から他の資産に移行する際の精神的な抵抗なども影響すると思われる。

(24) 確かに外貨預金、外国債券は表面利回りは高く、一部投資家にとっては魅力的な代替資産であった可能性はある。しかし、長年、円貨でのみ資産を運用してきた大多数の投資家にとっては、資産を外貨建てで持つことにはかなりの心理的抵抗があったことが想像される。

（はやしだ みのもる・北九州市立大学経済学部教授）

（おおの ひろゆき・東洋大学経済学部教授）